

第一章

期 权 用 语



一、期权的基本含义

什么是期权(options)? 也许最好的解释方法, 应是说明什么不是期权。期权不是一种保证, 通用汽车公司股票期权并不是通用汽车公司发行或授予的。期权只是一种由双方订立的合约, 合约的一方为卖方, 另一方为买方。

假设, 你有一座价值 10 万美元的乡村别墅, 你要与某人签订一份合约, 允许他在 1 年之内, 按 10 万美元的价格购买你的房子。在这样的合约中, 你就是卖方, 而另一方则是买方。在签订合约时, 你可能已经意识到房子的价格 1 年之内会发生较大的变化, 也许房价会涨至 12 万美元。但根据合同的条款, 如果买方要求履约, 你也只能以 10 万美元的价格出售你的别墅。为了能够承受这一价格变动的风险, 你要求买方为此支付一定的费用。买方也许愿意支付 5000 美元订金, 以便你为他保留以今日之锁定价格购买别墅的权利。如果 1 年之内, 别墅的价格果真升值达到 12 万美元, 买方就可以要求履行买权, 以 10 万美元的价格购得别墅。虽然, 你的实际收入为 10.5 万美元, 包括合同价格和订金, 但是买方却是拣了一个

大便宜。

相反 假设 1 年内房价跌至 9 万美元，买方不愿意按合同价格 10 万美元购买别墅了。当合同有效期一过，你就是赢家了因为你不仅仍然拥有乡村别墅，而且还拥有了买方所付的 5000 美元订金。

期权与上述的买卖合约并无区别。在期权市场上，期权合约给予合约的买方一种权力，令其可在一定时期内，以锁定的价格购买或出售证券。合约的卖方则保证在买方要求买进时及时交割，或买方要求出售时保证购进。为了保证该合约条款的履行，合约的卖方将收到一笔保证金，在期权中称之为权利金 (premium)。

假定 IBM 普通股的价格为每股 115 美元，一份期权合约规定，合约的买方可在 3 个月内的任何时间，以每股 115 美元的价格购买 100 股 IBM 普通股。而合约的卖方则必须保证在买方要求买进时按规定价格出让 100 股 IBM 股票。为了保证该合约条款的执行，合约的买方应向卖方支付一定费用，比如每股 8 美元，共计 800 美元，作为该合约的权利金。

假如 3 个月内 IBM 普通股的价格涨至每股 130 美元，合同的买方就会要求履行合约，以每股 115 美元价格购入股票。如考虑其预先支付的合约权利金，则其购买 IBM 股票的总价格是每股 123 美元，远低于每股 130 美元的市场价格。

但是 如果 3 个月内 IBM 股票价格跌至每股 95 美元，合约的买方就会自动放弃合同，不会要求以每股 115 美元的价格买进股票。当合约的有效期结束时，合约的卖方就可以继续保留买方支付的 800 美元权利金，而买方的损失也仅是这 800 美元的权利金。

此例说明一份期权合约可以给予其拥有者（即买方）购买证券的权力。同理，它也可以给予其拥有者以出售证券的能力。

现在，我们可以归纳出如下要点：期权合约的买方有权利根据合约条款买进或售出一种证券。为了获得这种权利，他必须支付相

应的费用。期权合约的卖方有责任服从买方的要求。作为履行责任的补偿，卖方将收取相应的费用。尽管利用期权的投资策略多种多样，但其基本特点不外乎如下几点：

1. 期权是买卖双方订立的合约；
2. 合约买方拥有权利并为此支付费用；
3. 合约的卖方负有责任并为此收取相应费用。

尽管多年以来，期权就存在于证券市场，但直到 1973 年，期权才开始成为证券市场的重要组成部分，并开始在证券交易所中进行交易。也是在这一年，世界最著名的从事商品期货交易的芝加哥商品交易所，开设了一个新的分支机构，即芝加哥期权交易所 (CBOE)

最初，期权交易仅限于 25 种股票。到目前为止，期权交易已扩展到了 500 多家公司的股票。除了芝加哥期权交易所外，在美洲证券交易所、费城股票交易所、太平洋股票交易所和纽约股票交易所内都可以进行期权交易。

股票期权交易的迅速发展，还导致了运用产品进行期权交易的创新。目前，期权交易已扩展到指数、外汇、债券等方面，如美国标准普尔 500 种股票指数期权、日元期权、美国国库券期权等。这些产品的期权交易将在本书的后面几章进行阐述，全书的主要重点是以股票期权为对象，介绍期权交易的有关内容。

二、期权的类别

期权有两种基本的类型，即卖权 (puts) 和买权 (calls)。尽管期权合约有买方和卖方之分，但是我们一般是从买方的角度来区分和确定期权的类别。

一份卖权合约赋予合约的拥有者（即买方）相应的权利，使其可以在一定时期内按合约规定的价格出售一定数量（一般为 100

股)的股票。

例如，一位客户购买了如下期权：

1 宝利金(Polaroid) 1月 45 卖权——权利金 $3\frac{1}{4}$

这份期权合约规定，期权的买方从现在到下一年的1月份这段时间内，有权按每股45美元的价格出售100股宝利金(Polaroid)股票。为了获得此项权利，买方必须支付每股3.25美元，100股共计325美元的权利金。当然，卖出合约的一方有责任满足买方的要求，在买方要求履约时，以每股45美元的价格买进100股宝利金股票，卖方并因此而获得325美元的权利金。

“卖权”的买方购进的是出售的权利。看起来好像有点怪异，但卖权的意义也正在于此，“卖权”的拥有者有权出售。

一份买权(calls)合约的拥有者有权在一定的时间内，按照合约规定的价格，买进一定数量的股票（一般为100股）。

例如，一位客户买进如下期权：

1 泰利坦(Teledyne) 11月 370 买权——权利金 10

这份期权合约规定，期权的买方从现在到其后的11月份这段时间内，有权以每股370美元的价格买进100股泰利坦(Teledyne)股票。为此，他必须向合约的卖方支付每股10美元，100股共计1000美元的权利金。

“买权”的买方买进的是购买的权利。同样，这也许很怪异，但事实如此。买权的拥有者有权买进。

三、期权合约术语

1. 合约用语

我们以下例标准期权合约为例，说明期权合约中的一些标准用语。

例 1 1 Polaroid Jan 45 Put——Premium $3\frac{1}{4}$

(1 宝利金 1 月 45 卖权 —— 权利金 $3\frac{1}{4}$)

例 2 1 Teledyne Nov 370 Call —— Premium 10

(1 泰利坦 11 月 370 买权 —— 权利金 10)

在这里：

1 是指合约的数量（通常每份合约为 100 股）；

Polariod 和 Teledyne 是期权合约中标的股票的名称；

Jan 和 Nov 是指期权合约的截止月份；

45 和 370 是指期权合约的履约价格 (strike price)；

Put 和 Call 是指期权的类型，即卖权或买权；

$3\frac{1}{4}$ 和 10 是指权利金，即买方向卖方每股应支付的金额。

2. 期权的卖空与卖多

期权的买方获得合约，这是很容易理解的。但合约的卖方却可能有两种形式。

在其他形式的证券交易中，卖方是可以卖空或卖多的 (selling long or short)。卖方做多头意味着卖方拥有股票或证券并将这些股票或证券出售以减少持有量。例如，你拥有 100 股道氏化学公司 (D.C) 股票，并决定将其售出。那么，这样的卖出交易就是卖多或做多头。但是，如果你没有道氏化学公司的股票，你也可以卖出，这种交易即称为卖空，或做空头。在做空头时，卖方必须在交割时借入相同数量的股票或证券。卖方希望道氏股票能够下跌，使其能以低于其卖空股票的价格买入股票。如果你的希望果真如愿，卖方就可以从低进高出中获得盈利。卖空不同于一般股票的买卖程序。一般而言，人们先购买股票，如果价格上涨，就卖出。而卖空者则是先卖出股票，如果价格下跌，他就可以获利。不管你采取什么样交易方法，结果都是一样，即如果你的判断正确就可大获其利；如果判断失误则血本无回。

股票期权的卖出也是一样的，卖方也可以做多头或做空头。例

如，某客户卖出一份 10 月份到期、履约价格为 45 美元的施乐股票买权，权利金为 7 美元。这份期权是该客户 3 个星期以前以权利金为 3 美元的价格买入的。这样，他原来付出的 300 美元的成本，现在却带回 700 美元的收益，他卖出期权合约后，扣除成本，净收益为 400 美元。在此类案例情况下，客户已拥有买权，他的卖出就是卖多，或称做多头。当你买入一份期权，你就是持有期权的多方；当你出售这份期权时，你就是做多头交易。

但是，假设上述客户在不持有买权的情况下即卖出一份权利金为 7，10 月份到期，履约价格为 45 美元的施乐股票买权，这种交易行为即为卖空。事实上，该客户通过卖空而创造了一份期权合约。

出于对某些因素的考虑，期权行业通常不使用“卖空者”（short seller）这一术语，而是采用“出票人”（writer）这个名词。不论何时，你只要看到与期权交易有关的“出票人”一词，你就应知道是指卖空期权的交易者。

四、期权的用途

买权和卖权的用途很多，但主要运用于两个方面，一是用于证券交易的保值；二是作为一种投机获利的工具。我们首先以多头期权为例，说明其保值的作用和作为稳健投资工具的应用。

1. 多头卖权 (Long Put)——一种保险方法

两年以前，某客户以每股 210 美元的价格买入了 100 股 Tele-dyne 股票。现在，该股票的市场价格已涨至每股 370 美元。因此，该客户的投资还是卓有成效的。该客户希望 Teledyne 股票价格继续上涨，以获得更大的利润。考虑到 1987 年 10 月的股市暴跌，她心中有些顾虑，并因此期望能采取一些措施，进行自我保护。她到

底该怎么办呢？答案是：

买进 1 Teledyne 1 月 370 卖权 —— 权利金 8。由此，从现在到下一年 1 月份，该客户希望股市上涨的交易头寸可以得到保护。一旦 Teledyne 价格大幅下跌，该客户就可以履行她的卖权，抛出股票。下面我们分两种情形来讨论这份卖权对该客户的保护作用。

情形一：Teledyne 股票价格降至每股 280 美元。在此情形下，我们的客户可以要求履行她的卖权，并按卖权合约规定的每股 370 美元的履约价格卖出股票。当然，她在获得这份卖权时必须支付每股 8 美元，共计 800 美元的权利金，那么她卖出股票的实际收入是每股 362 美元（ $370 \text{ 美元} - 8 \text{ 美元} = 362 \text{ 美元}$ ），仍然大大高于现行每股 280 美元的市场价格。但是，如果 Teledyne 股票价格不降反升，我们的客户就会满意地微笑起来。

情形二：Teledyne 股票价格涨至每股 400 美元。在此情形下，该客户不会要求履行卖权，仅以每股 370 美元的价格将自己的股票售出。我们只须等待，令这份期权合约过期作废，但是客户已付出的 800 美元权利金就再也无法收回了。值得欣慰的是，该客户所拥有的股票其价值已达到每股 400 美元，该价格已比其买进期权时的股票价格高出 30 美元。这样，她虽然损失了 800 美元，但是却获得了 3000 美元的股票溢价收益。

由此可见，不论股票价格上涨或下跌，该客户都能有所收获。股价下跌，她可以通过期权进行自我保护；股价上涨，她可以从股票溢价中获利，而只损失一些权利金。

权利金 (Premium) 一词，非常准确地反映了交易中的情形。客户通过支付权利金而购买了“保险”。如果股市行情不好，这份保险（即卖权）就可以为其提供保护；而如果股市行情一路上扬，保险也就无足轻重了。这就像我们为亲人购买生命保险一样，支付保险费，但不急于收回。

2. 多头买权——一种保险方法

某客户认为，IBM 股票价格将要下跌。根据这一判断，他卖空 100 股 IBM 股票，价格为每股 115 美元。事实上，该客户并不拥有股票，只是期望股票价格能降至每股 90 美元。这样，他就可以按每股 90 美元的价格购入股票。与其 115 美元的卖空价格相比，该客户可从中每股赚取 25 美元的利润。

但是，如果他的判断失误，IBM 股票没有下跌，而是上涨至每股 200 美元。这位做空头的客户将被迫以每股 200 美元的价格购入 IBM 股票，以弥补在 115 美元价位上卖出的股票。这样，该客户每股损失达 85 美元。但是，股价可能会一直上升，升至每股 200 美元，300 美元，甚至 500 美元。无论股价升至多高，卖空者都必须买入股票。那么，卖空者的损失将随着股价的狂升而无限增大。做空头的客户应该如何避免这样的损失呢？答案是：

买进 1 IBM 2 月 115 买权——权利金 5。由此，该客户在下一年 2 月份之前就可以保证自己不受损失。

情形一：IBM 股票价格上升至每股 200 美元。该客户就可以要求履行买权，以 115 美元的价格买入 100 股 IBM 股票，用以弥补其在相同价位上卖空的股票。那么，他的损失只是其购入买权时支付的 500 美元的权利金。

情形二：IBM 股票价格跌至每股 90 美元。该客户就可以按市场价格买入 100 股 IBM 股票，并从中每股获得 25 美元的盈利。扣除其在买权上已支付的 500 美元权利金，该客户的收益是十分可观的。在这里，作为“保险”的期权合约并没有发挥作用，但是它却提供了一种保护，并可以让人安然入睡。

总之，投资者如果要利用多头卖权或多头买权来保护自己的交易头寸，就必须遵守下列规则：

- (1) 客户拥有股票时，买入卖权；

(2) 客户卖空股票时，买入买权。

3. 多头卖权——一种投机方法

通过对市场行情的研究，一位客户得出如下结论，现价为 90 美元的德州（德克萨斯州，下同——译者）仪器（Texas Instrument）股票价格将要大幅下跌。根据这种判断，该客户可以选择两种方式来获利：一是卖空德州仪器股票；二是买入德州仪器股票卖权。

我们可以分别分析一下这两种方式的风险和收益情况。

(1) 卖空股票。该客户在每股 90 美元的价位上卖空 100 股德州仪器股票。尽管不太现实，但是仍然预测，卖空的最大收益为 9000 美元。如果德州仪器公司倒闭，其股票就会变得一文不值。那么，该客户就可以不费分文地获得 100 股德州仪器股票，并将其归还给当初卖空股票时借给他股票的人。他卖空股票收入 9000 美元，而购入股票的支付仅为零，其净收益为 9000 美元。当股票价格低于 90 美元时，该客户都会有不同程度的收益，而 9000 美元则是其可能收益的最大值。

但是，我们还必须考虑到卖空时的一些减利因素。根据美国联邦储备委员会的权利金规则，客户在卖空时，必须在其经纪人处存入一定数量的保证金，其数量至少是其卖空所得的 50%。在本例中，卖空德州仪器股票的保证金至少应为 4500 美元。这就占用客户相当一部分资金。

卖空的最大弊端是其潜在的损失具有无限性。当一位客户卖空股票时，他要借入一些股票用于交割。这一过程通常由经纪人代为处理。其后，卖空者必须适时重新购入股票，用以偿还其借入的股票。如果他按每股 100 美元买入股票，在本例中，他将损失 1000 美元。假如他必须在 120 美元、140 美元乃至 200 美元的价位上购入股票，那么，德州仪器股票价格每升高 1 点，就意味着该客户要

损失 100 美元。由于股票价格的涨幅是很难确定上限的，因此，做空头客户的损失也就可能是无限的。

卖空者必须谨记，他必须及时在适当价位上买入股票。如果他能在低于其卖空价格的价位上买进股票，他就可大获其利；如果他必须在高于卖空价格的高位上买进，毫无疑问，他要亏本。

由于卖空者卖出的并非其所拥有的股票，所以他必须重新购进股票。其卖空的风险性和后果，美国 20 年代曾经流行一时的谚语已经击中要害：“卖出非其所有，出路只有两条，破财快快买入，无奈走人大牢。”

(2) 买入卖权。假设该客户买进一份权利金为 5,7 月份到期，履约价格为 90 美元的德州仪器股票卖权。这份卖权给予该客户相应的权利，使其可以在 7 月份之前的任何时候，按照每股 90 美元的价格卖出 100 股德州仪器股票。他为此支付的成本为 500 美金，大大低于其卖空时应存入的保证金。如果他的判断正确，德州仪器股票跌至每股 70 美元，他可以按市价买入股票，并按期权合约条款卖出股票。买进卖出的价差为每股 20 美元，则其毛利为 2000 美元($100 \text{ 股} \times 20 \text{ 美元}$)。扣除其已支付的 500 美元权利金，净利润为 1500 美元。

买入期权有一个重大的缺陷，须予以关注，即期权合约的失效。在本例中，我们的客户只有在德州仪器股票价格下降时才能获利。而且价格下降必须发生在期权的有效期之内，即 7 月份之前。如果德州仪器股票价格在 8 月份之后才降到每股 50 美元，那么，对该客户已经毫无意义了。他的卖权在 7 月底已经失效。如果他先前已经卖空了一些股票，那么，他还可以在 50 美元的价位上买进股票，得到每股 40 美元的不俗利润。

因此，利用期权进行投机，不仅要准确地判断股票价格的涨跌趋势，而且还要准确地预测出股价变动的时点。

4. 多头买权——一种稳健的投资方法

假设，一位股票市场的投资者认为，现为每股 60 美元的可口可乐普通股，不久会大幅上升。为了能够从其预期的行情中获利，她可以采取两种方式：一是买进可口可乐股票；二是买进可口可乐股票买权。现在我们需要分析一下这两种方式的潜在风险和收益。

(1) 买进股票。假设该客户以 60 美元的价格买进 100 股可口可乐股票。这种做法所提供的获利潜力是无穷大的。因为，我们的客户是在 60 美元的价位上买进股票的，只要股票价格继续上涨，她就会从中获利。股票价格有可能涨得非常高，比如涨至 80 美元、100 美元甚至 300 美元，人们无法估计上限。因此，买进股票的获利潜力是无限大的。

当然，减利因素也是存在的。根据保证金规则，她必须按交易总金额的 50% 即 3000 美元交纳保证金，还要向经纪人借入交易所需的余额，并要支付借贷的利息。同时，她还必须面对最坏的可能，即在可口可乐股票分文不值时，6000 美元全部损失。虽然我们知道这种可能性极小，但并非不可能。

(2) 买进买权。假设，该客户买进了一份权利金为 $4\frac{1}{2}$ ，4 月份到期，履约价格为 60 美元的可口可乐买权。这时，我们的客户就有权按 60 美元的价格买进 100 股可口可乐公司股票。这种特权要求她支付 450 美元的权利金 ($4\frac{1}{2}$ 美元 $\times$ 100 股 = 450 美元)。如果她判断失误，可口可乐股票价格下降，她损失的只不过是 450 美元的权利金。但是，她因此而获得盈利潜力却是无法估量的：如果可口可乐股票价格上升，升至每股 90 美元或 150 美元，她就可以要求履行买权，以每股 60 美元的价格买进 100 股可口可乐股票，然后按市价抛出。那么，她的利润就等于溢价总值与 450 美元权利金之差，即 30 或 90 美元 $\times$ 100 股 - 450 美元 = 2550 或 8950 美元。

与直接购买股票不同，购入买权只须花费较少的成本，但是却可以获得相当大的盈利机会。在本例中，买进买权的客户，其最大损失不会超过 450 美元，而直接买进股票的客户其最大损失则可能高达 6000 美元。

同样，我们仍然必须牢记期权的有效期限。在本例中，客户不仅要正确判断可口可乐股票的涨势，而且必须正确地估计到这种涨势须在 4 月份之前实现。如果可口可乐股价在 5 月份之后才表现出上涨，且达到每股 100 美元，这已对该客户毫无实际意义了。但是，假如她以往买进了 100 股股票，且仍然拥有，她就可以在此时按高价卖出并获得利润。

任何人都很难正确预测出股市的价格走势，而在期权市场运作中，还需要增设一道障碍，即必须正确估计价格涨落的时间，其难度是可想而知的。

上面我们所讨论的是几种利用买进期权进行保值或投机的方法，下面我们将转入讨论卖出（卖空）期权的作用。卖出期权通常是与其他证券或期权的交易相伴进行的。这一点我们还将本书后面几章中予以详细说明。在这里，卖出卖权或买权，作为一种基本的投资方法，常常用于投机交易。

5. 卖空卖权

假设，一投资者认为现价为每股 60 美元的可口可乐股票，价格将有大幅上扬。如前所述，他可以采用买进股票或买进买权的方式来获取盈利。这里，该客户采用的是另外一种获利方法，即卖出一份可口可乐股票卖权。例如，他卖出一份权利金为 $4\frac{1}{2}$ ，4 月份到期，履约价格为 60 美元的可口可乐股票卖权。

由于卖出了一份卖权，该投资者收入了 450 美元的权利金。如果，如他所料，股票价格上涨了，比如涨至每股 70 美元。那么，这份卖权的拥有者（买方）将不会要求履行合约，即买方不会在价格上

涨到 70 美元时要求按 60 美元出售自己的股票。由此，当这份期权有效期结束时，这位投资者就能继续保留其所收获的 450 美元权利金。相反，如果股票价格下跌了，该投资者的风险损失也是十分巨大的。比如，在极不寻常的情况下，可口可乐股票价格狂跌至一文不值，该投资人就必须按买方要求，按 60 美元价格接受期权买方卖出的股票。由于可口可乐股票已毫无价值，该投资人的净损失为 5500 美元（股票价格损失 6000 美元减去已收取的 450 美元权利金）。

在本例中，卖出一份卖权，可获得最大收益是 450 美元，而可能的最大损失为 5500 美元。这种风险较大的投机方法，一般个人投资者是极少采用的。*

6. 卖空买权

德州仪器股票现行市场价格为每股 90 美元。一位投资人坚信该种股票价格将要下跌。如前所述，该投资人可以选择卖空股票或买入卖权的方法实现盈利。这里向大家介绍第三种获利方法，即卖出（卖空）一份德州仪器股票的买权。例如，卖出一份权利金为 5，7 月份到期，履约价格为 90 美元的德州仪器股票买权。

由于卖出了股票买权，该投资人获得了 500 美元的权利金。如果股价果然下跌，跌至每股 80 美元，买权的买方就不会要求履约，即不按照每股 90 美元的价格买入股票。那么，我们这位投资人就可以保留下那 500 美元的权利金。然而，亏损的风险也是很大的。假如，德州仪器公司的年度报告表明该公司盈利水平大增，其股票价格就会大幅上扬，股价可能会达到 120 美元，220 美元，甚至更高。由于该投资人卖出了买权，规定了每股 90 美元的履约价格，那

* 在本书第二章中，还将继续讨论在有保护和无保护条件下卖出期权的有关方法。
在有保护的情况下，卖出卖权的风险将大大降低——著者。

么，买权的买方就可以要求按此价格买入股票，而该投资人必须按此价格出让自己的德州仪器股票。如果该投资人并没有股票，他就必须在股市上以现价买入股票。因此，他的风险损失将是无法预计的。

由此，卖出买权可产生两种后果：一是获取最大利润，即 500 美元权利金；二是招致无限的风险损失。面对这样巨大的风险，卖出买权这种投机方法通常仅供专业投资者使用。

综上所述，当投资者预计某种股票价格即将上涨时，他可以在股票市场上买入股票以求获利；也可以在期权市场上，通过买入买权和卖出卖权这两种方法获利。

而当投资者预计股票价格行将下跌时，他既可以考虑在股票市场上做空头；也可以在期权市场上通过买进卖权和卖出买权来大获其利。

上述这些投资获利方法，其风险和收益是大相径庭的。表 1.1 是对这些方法不同特点的总结。

表 1.1 不同期权策略的风险 / 收益比较

期权策略	最大收益	最大损失
买进卖权	履约价值 - 权利金	权利金
买进买权	无限大	权利金
卖空卖权	权利金	履约价值 - 权利金
卖空买权	权利金	无限大

履约价值是指期权合约履行时，转手交割的总金额。

从表 1.1 可以清楚地知道，买进期权的方法比卖空期权的风险小、收益高。但是，期权市场发展的历史告诉我们，大多数期权合约并不履行。因此，卖空者可以得到权利金。

例如，1 份 1 月份到期，履约价格为 80 美元的通用汽车公司股票买权，其履约金额为 8000 美元。当该买权合约履约时，买方应买入股票并向卖方支付每股 80 美元，100 股共计 8000 美元的

现金。

又如，1 份 6 月份到期，履约价格为 45 美元的柯达股票卖权。履约时，买方须向卖方交割 100 股柯达股票，而卖方须向买方支付履约价值为 4500 美元的金額。

在许多案例中，买入期权的投资人的目的并不是为了履行期权合约，而是期望在期权的权利金升值时，卖出期权而获取利润。事实上，许多投资人即使想履约，也根本没有足够的财力来进行。

例如，客户甲认为 CBS 股票价格行将上升，他也希望从此番上涨行情中获利。CBS 股票价格为每股 180 美元，购入 1000 股，就需要 18000 美元的资金。因此，他没有足够的钱大量购买 CBS 股票。即使按交纳 50% 的保证金来购买股票，他仍然需要拿出 9000 美元的资金并向经纪人借贷 9000 美元。这两种方式都是客户甲所无法承受的。

然而，客户甲发现，购买 1 份 6 月份到期，履约价格为 180 美元的 CBS 买权只须花费 200 美元。他可以购买 10 份 CBS 买权而只须花费 2000 美元，当 CBS 股票价格上涨时，他就可以稳获盈利。可喜的是，他可以承受用 2000 美元进行的投资。于是，客户甲即发出指令，买入 10 份权利金为 200 美元，6 月份到期，履约价格为 180 美元的 CBS 股票买权。

客户甲的预测很准确，在期权即将到期之前，CBS 股票价格升到了每股 185 美元。如果履行买权，他必须支付 180000 美元的履约价值，而这却是他无力做到的。所以，客户甲只能将其拥有的买权出售。

由于股价已上升到每股 185 美元，客户甲的买权都具有每股 5 美元的实利 (intrinsic value)。更由于买权的有效期即将完结，这些买权在市场上的交易价格也就接近于实利价值。客户甲即以每股 5 美元的权利金，售出了 10 份买权，并因此总计收回 5000 美元。

除去买入买权时支付的 2000 美元权利金，客户甲的净收益为 3000 美元，收益率高达 150%。这个结果十分诱人，客户甲无须履约，却十分潇洒地赚了一大笔钱。

同样的道理也适用于卖权。例如，客户乙认为，现价为 110 美元的 IBM 股票行情看跌，他就可以买入卖权。如果 IBM 股票价格下降，卖权的权利金就会上升。假设客户乙买入了 10 份权利金为 $2\frac{1}{2}$ ，8 月份到期，履约价格为 110 美元的 IBM 股票卖权。

拥有按每股 110 美元卖出 1000 股 IBM 股票的卖权，客户乙须支付 2500 美元的权利金。在临近卖权有效截止期 8 月份时，IBM 股票价格下跌到每股 100 美元。如果客户乙履行卖权，他必须向合约的卖方交割 1000 股 IBM 股票，并收到 110000 美元的履约款。但是，客户乙没有 IBM 股票，也拿不出 100000 美元现款从股市中按现价买入 1000 股 IBM 股票。所以，客户乙决定出售其卖权。如果时间已临近卖权有效期的截止日期，卖权的权利金就可达到 10。因为卖权允许以 110 美元出售股票，而股票市价只有 100 美元，这就使得卖权具有 10 点的实利。客户乙按相当于 10 点实利的权利金出售卖权，他就可以收入 10000 美元。扣除其已经支付的 2500 美元权利金成本，他的投资回报是十分可观的。

期权合约的拥有者（买方）可以有三种选择：

- (1) 履行合约；
- (2) 卖出期权合约；
- (3) 令期权合约过期作废。

第一种和第二种选择既可以带来盈利也可能招致亏损；而第三种选择则意味着损失。

但是，无论如何，期权的拥有者可以自己做出选择。而期权的出售者却只有责任。如果买方要求履行买权，他就必须出让股票；如果买方要求履行卖权，他就必须购进股票。期权卖方承担这种责任所获得的补偿，就是获得权利金。

第二章

有保护卖出期权与没有保护的卖出期权



一、有保护与没有保护的意义

如果你购买了一份股票期权，即成为合约中的多方(long)。其后，如果你选择将该期权卖出，则你在卖出多头。

但正如上一章所讨论到的，一个卖者可以卖出他并不拥有的期权，称之为卖空(selling short)。用期权的术语表达，该卖空者被称为期权卖出者(writer)。

在卖出期权中可将卖出者区分为有保护的(covered)和没有保护的(uncovered)卖出者。没有保护的期权卖出者面临着巨大的潜在的无限风险，而有保护的期权卖出者风险较小并可能事实上根本就没有风险。因此，这种区分就显得十分重要。

在这里，我们将比较其他证券的卖空，来说明有保护的期权卖出和没有保护的期权卖出。

假如你以每股 110 美元的价格卖出 100 股 IBM 普通股。卖出时，你手头并未拥有任何 IBM 的股票。这就是一项卖空，即卖出你没有的东西。但假如你有一些 IBM 可转换债券，并且你会选择将其转换为 100 股 IBM 股票。当 IBM 股票涨到每股 130 美元，你的